

Emi Nakamura 80年  
生まれ。ハーバード大  
博士(経済学)。専門  
はマクロ経済学、金融  
・財政政策



失業率とインフレ率の関  
係を示す「フィリップス曲  
線」がフラット化している  
という議論がよく聞かれ  
る。2007-09年の不況  
期には、失業率の大幅上昇  
でもインフレ率はほとんど  
下がらなかった。そして世  
界が不況から回復しても、  
インフレ率はさほど上がら  
なかった。

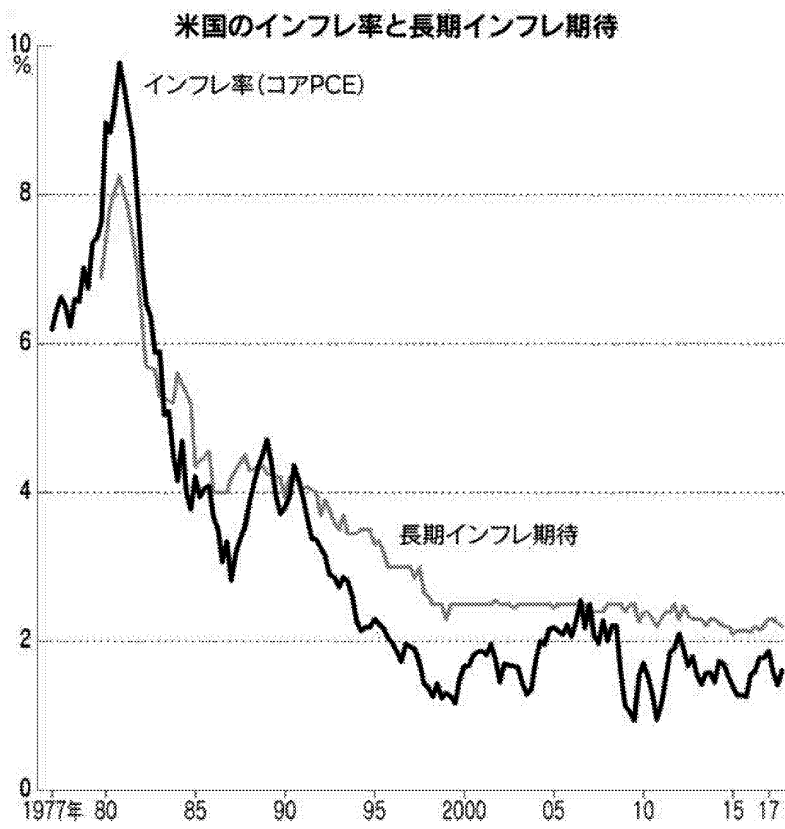
フィリップス曲線は、中  
央銀行がインフレ目標の達  
成をめざすうえで、最も重  
要となる要素だろう。そし  
て経済構造を知る手がかり  
にもなる。政府の介入に慎  
重な新古典派モデルでは、  
フィリップス曲線は垂直に  
なるはずだが、インフレが  
需給の不均衡に対して徐々  
にしか調整しないケインズ  
モデルでは、フィリップス  
曲線はフラットになるから  
だ。

フィリップス曲線の由来  
は1950年代後半まで遡  
る。英経済学者ウィリアム  
・フィリップスが、186  
1-1913年の英国の賃  
金上昇率と失業率の関係を  
調べ、両者が安定して右下

## インフレ率の決定要因

エミ・ナカムラ カリフォルニア大学バークレー校教授

# 政策転換、長期期待に影響



### ポイント

- 人々の長期インフレ期待がインフレ左右
- 失業率のインフレ率に及ぼす影響は軽微
- 政策当局は長期インフレ期待修正めざせ

がりのグラフを描く、すな  
わち逆相関の関係にあるこ  
とを発見したのだ。同じ関  
係性は1960年代の米国  
にもみられる。  
元来のフィリップス曲線  
は、失業率が下がった際に  
インフレ率がどの程度上が  
るのかを表していた。直感  
的には、需要が拡大すると  
(景気拡大局面)、コスト  
上昇により賃金と価格に上  
押し圧力がかかることから  
くる。政策当局からみれば、  
インフレ率の安定的な上昇  
を容認できるなら、失業率  
を恒久的に押し下げられる  
わけだ。

だがノーベル経済学賞受  
賞者のミルトン・フリード  
マンとエドムンド・フェル  
プスは、元来のフィリップ  
ス曲線をデマンドプル(需  
要主導)型インフレしか考  
慮していないと批判した。  
人々は高インフレに長い間  
さらされるうちに、インフ  
レを見越して行動するよう  
になり、それがさらなるイ  
ンフレを加速させると主張  
し、人々のインフレ期待の  
変化に伴いシフトする新し  
いフィリップス曲線を提唱  
した。

フリードマンらのモデル  
によれば、景気後退局面で  
も、人々のインフレ期待が  
高ければインフレ率が高い  
ことはあり得る。逆に景気  
拡大局面でも、インフレ期  
待が低ければインフレ率は  
低くなりうる。60年代のイ  
ンフレ率と失業率のトレー  
ドオフ(相関関係ははずれ  
成り立たなくなるとフリー  
ドマンらは予想し、その通  
りになった。その後の数十  
年間で、フィリップスが提  
唱したようなインフレ率と  
失業率の安定的な右下がり  
の関係は崩れ去ったのだ。

ここでインフレ期待はど  
のように形成されるのかと  
いう新たな問題が浮上し  
た。  
フリードマンらのモデル  
によれば、景気後退局面で  
も、人々のインフレ期待が  
高ければインフレ率が高い  
ことはあり得る。逆に景気  
拡大局面でも、インフレ期  
待が低ければインフレ率は  
低くなりうる。60年代のイ  
ンフレ率と失業率のトレー  
ドオフ(相関関係ははずれ  
成り立たなくなるとフリー  
ドマンらは予想し、その通  
りになった。その後の数十  
年間で、フィリップスが提  
唱したようなインフレ率と  
失業率の安定的な右下がり  
の関係は崩れ去ったのだ。

歴史を振り返ると、ドイ  
ツ、アルゼンチン、ボリビ  
アなどで起きたハイパーイ  
ンフレの終息期にはインフ  
レ率は数百、数千%も下落  
した。適応的期待モデルで  
こうしたインフレの下落を  
説明すると、失業率  
が急上昇したからだという  
ことになるが、そうした説  
明には無理があるだろう。  
よりもっともらしい説明  
は、人々がハイパーインフ  
レ終息時の重要な政策転換  
を認識し、その期待の変化  
がインフレ率を下落させた  
とするものだ。これはト  
マス・サージェント・ミ  
ニョック大教授が展開して  
きた主張だ。

この仮説を検証するため  
には、フィリップス曲線の  
傾きを政策転換に左右され  
ない形で推定する必要がある。  
筆者は米マサチューセ  
ッツ工科大学(MIT)の  
ジョナサン・ハゼル氏、米  
コロニア大学のファン・  
エレノ氏、米カリフォルニ  
ア大学バークレー校のジョ  
ン・スタインソン氏との研  
究で、米国の地域別インフ  
レ統計を活用すればよいと  
考えた。

簡単に説明しよう。地域  
別のデータが有用なのは、  
長期的な金融政策の転換は  
すべての州に適用されるか  
らだ。インフレ率と失業率  
が州と州の間で、どのよう  
に異なっているかのみを注  
目してフィリップス曲線  
の傾きを推定すれば、政策  
転換に伴う出来事から独立  
した推定結果が得られるは  
ずだ。  
われわれの実証分析の結  
果、フィリップス曲線のフ  
ラット化に関して、以下の  
結論を導き出せる。第1に  
フィリップス曲線は80年代  
からフラットであり、80年  
代以降、ごくわずかにしか  
フラット化していない。第  
2に80年代以降にインフレ  
率が急速に下がったのは、  
ボルカー氏による金融政策  
の転換に伴い個人や企業の  
長期インフレ期待が下がっ  
たことによる。第3に80年  
代について得られた推計値  
を近年に当てはめると、イ  
ンフレ率の動きのかなりの  
割合を説明できた。

同様に、80年代前半にイ  
ンフレ退治のため急速に金  
融を引き締めたボルカー米  
連邦準備理事会(FRB)  
議長の内任中には、人々は  
金融政策の重大な転換が起  
きたと認識したに違いな  
い。そうした認識の変化は  
専門家予測調査(SPF)  
による長期インフレ期待の  
データからみてとれる。長  
期インフレ期待は80年代に  
大幅に下がり、その後は2  
%程度で安定している(図  
参照)。

この仮説を検証するため  
には、フィリップス曲線の  
傾きを政策転換に左右され  
ない形で推定する必要がある。  
筆者は米マサチューセ  
ッツ工科大学(MIT)の  
ジョナサン・ハゼル氏、米  
コロニア大学のファン・  
エレノ氏、米カリフォルニ  
ア大学バークレー校のジョ  
ン・スタインソン氏との研  
究で、米国の地域別インフ  
レ統計を活用すればよいと  
考えた。

簡単に説明しよう。地域  
別のデータが有用なのは、  
長期的な金融政策の転換は  
すべての州に適用されるか  
らだ。インフレ率と失業率  
が州と州の間で、どのよう  
に異なっているかのみを注  
目してフィリップス曲線  
の傾きを推定すれば、政策  
転換に伴う出来事から独立  
した推定結果が得られるは  
ずだ。  
われわれの実証分析の結  
果、フィリップス曲線のフ  
ラット化に関して、以下の  
結論を導き出せる。第1に  
フィリップス曲線は80年代  
からフラットであり、80年  
代以降、ごくわずかにしか  
フラット化していない。第  
2に80年代以降にインフレ  
率が急速に下がったのは、  
ボルカー氏による金融政策  
の転換に伴い個人や企業の  
長期インフレ期待が下がっ  
たことによる。第3に80年  
代について得られた推計値  
を近年に当てはめると、イ  
ンフレ率の動きのかなりの  
割合を説明できた。

政治家や中銀総裁の任期  
は限られるため、長期的な  
政策転換を実行に移すのは  
容易ではない。しかしわれ  
われの分析が示すのは、短  
期的な需要からくる失業率  
の変化はインフレ率にわず  
かな影響しか及ぼさないと  
いうことだ。ボルカー氏が  
徹底した、そして痛みの伴  
う政策を在任中に成し遂げ  
たことが物価安定というFR  
Bの使命を巡る人々の長  
期的な認識を変えるうえで  
決定的な役割を果たした。  
この点がインフレ率の低下  
をフィリップス曲線の傾き  
のみとらえる見方との本  
質的な違いだ。  
高すぎる(または低すぎ  
る)インフレに対して、政  
策当局は短期的な政策に頼  
るのではなく、長期インフ  
レ期待を変えることをめざ  
すべきだ。それがいかに困  
難でも取り組まなければな  
らない。